



2020년 1월 30일 | Equity Research

현대제철 (004020)

4분기도 또다시 설상가상(雪上加霜)

전제품 급격한 스프레드 축소로 대규모 영업손실 기록

2019년 4분기 현대제철의 별도기준 매출액은 4.1조원(YoY -14.5%, QoQ -2.9%)에 그쳤고 1,427억원(YoY 적.전, QoQ 적.전)의 대규모 영업손실을 기록했다. 1) 내수 둔화에 전체 판매량 감소(510만톤: YoY -7.2%, QoQ -0.2%), 2) 특히 자동차강판 판매량 감소에 따른 제품 Mix 악화, 3) 고로 스프레드 축소(판가 -5.5만원/톤 vs. 원재료 -2.5만원/톤), 4) 전기로 스프레드 축소(판가 -7.5만원/톤 vs. 원재료 -4.5만원/톤), 5) 500억 규모의 일회성 비용(희망퇴직비용, 재고자산 폐기, 탄소배출권)의 영향으로 대규모 영업손실을 기록한 것으로 판단된다.

연결 영업실적 또한 해외 SSC를 비롯한 국내외 계열사들의 영업실적 부진으로 1,479억원의 영업손실을 기록했다.

본격적인 가격인상 효과는 2분기부터 발생 예상

1월 들어 중국의 철광석 수입가격과 원료탄가격이 각각 톤당 90불 중반과 150불 중반 수준에서 안정화되었다는 점을 감안하면 현대제철의 1분기 고로 원재료 투입단가는 1만원/톤 하락할 것으로 예상된다. 그에 반해 11월 중국 유통가격 상승에 힘입어 현대제철은 1월부터 주요 제품가격 인상을 발표했기 때문에 현대제철의 1분기 고로 및 전기로 ASP는 대략 +1만원/톤을 기록할 전망이다. 전기로 및 고로 스프레드 소폭 확대에도 불구하고, 1분기 판매량이 500만톤 수준으로 다소 부진할 것으로 예상되기 때문에 1분기에도 현대제철의 소폭 영업손실이 예상된다. 1분기의 단계적 가격인상이 2분기에는 풀로 반영된다면 2분기에는 의미 있는 영업실적 개선이 가능할 전망이다.

투자의견 'BUY' 및 목표주가 38,000원 유지

현대제철에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 38,000원을 유지한다. 실적악화 우려에 따른 지속적인 주가 하락으로 현재 주가는 12M FWD PBR 0.23배에 불과하지만 임단협 협상의 긍정적 결과와 국내 봉형강 수요 회복에 대한 확인이 필요한 시점이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 38,000원 | CP(1월 29일): 28,450원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,185.28		
52주 최고/최저(원)	51,300/27,950	매출액(십억원)	20,610.0 20,247.5
시가총액(십억원)	3,796.5	영업이익(십억원)	491.8 654.1
시가총액비중(%)	0.32	순이익(십억원)	63.1 278.5
발행주식수(천주)	133,445.8	EPS(원)	428 2,041
60일 평균 거래량(천주)	449.1	BPS(원)	128,312 129,851
60일 평균 거래금(십억원)	14.0		
19년 배당금(예상,원)	750		
19년 배당수익률(예상,%)	2.38		
외국인지분율(%)	22.18		
주요주주 지분율(%)			
기아자동차 외 6 인	35.97		
국민연금공단	7.98		
주가상승률 1M 6M 12M	1M 6M 12M		
절대 (15.0) (30.4) (21.3)			
상대 (16.7) (26.3) (24.9)			

Stock Price	
(천원)	현대제철(파)

Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	19,166.0	20,780.4	20,512.5	20,486.6	21,112.2
영업이익	십억원	1,367.6	1,026.1	331.2	463.9	590.3
세전이익	십억원	1,081.3	569.8	54.8	130.8	241.8
순이익	십억원	716.1	398.7	26.5	96.9	183.5
EPS	원	5,366	2,988	199	726	1,375
증감률	%	(15.8)	(44.3)	(93.3)	264.8	89.4
PER	배	10.92	15.15	158.08	39.18	20.69
PBR	배	0.46	0.36	0.25	0.23	0.23
EV/EBITDA	배	6.57	6.38	7.76	7.03	6.53
ROE	%	4.35	2.39	0.16	0.58	1.10
BPS	원	126,228	126,082	125,543	125,532	126,169
DPS	원	750	750	750	750	750



Analyst 박성봉
02-3771-7774
sbpark@hanafn.com

RA 김도현
02-3771-8094
dohkim@hanafn.com

전제품 급격한 스프레드 축소로 대규모 영업손실 기록

4Q19 별도 영업손실 1,427억원
(YoY 적.전, QoQ 적.전) 기록

2019년 4분기 현대제철의 별도기준 매출액은 4.1조원(YoY -14.5%, QoQ -2.9%)에 그쳤고, 1,427억원(YoY 적.전, QoQ 적.전)의 대규모 영업손실을 기록했다. 1) 내수 둔화에 전체 판매량 감소(510만톤: YoY -7.2%, QoQ -0.2%), 2) 특히 자동차강판 판매량 감소에 따른 제품 Mix 악화, 3) 고로 스프레드 축소(판가 -5.5만원/톤 vs. 원재료 -2.5만원/톤), 4) 전기로 스프레드 축소(판가 -7.5만원/톤 vs. 원재료 -4.5만원/톤), 5) 500억 규모의 일회성 비용(희망퇴직비용, 재고자산 폐기, 탄소배출권)의 영향으로 대규모 영업손실을 기록한 것으로 판단된다.

연결 영업실적 또한 해외 SSC를 비롯한 국내외 계열사들의 영업실적 부진으로 1,479억원의 영업손실을 기록했다.

표 1. 현대제철 실적추이 및 전망

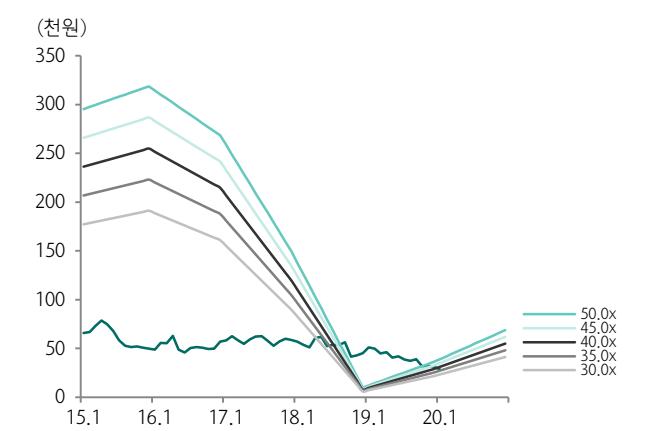
(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
매출	5,071.5	5,571.9	5,047.3	4,821.8	4,757.4	5,609.6	5,051.2	5,068.5	20,780.4	20,512.5	20,486.6
제품판매량	5,242.0	5,815.0	5,135.0	5,124.0	5,039.6	5,806.9	5,133.7	5,122.8	21,761.0	21,316.0	21,102.8
제품 판매단가	854.2	862.8	868.3	804.1	815.6	854.0	854.6	864.8	855.2	847.9	847.3
영업이익	212.4	232.6	34.1	(147.9)	(12.1)	160.6	135.7	179.6	1,026.1	331.2	463.9
세전이익	156.4	131.8	(64.7)	(168.7)	(13.8)	140.9	141.5	(137.8)	569.8	54.8	130.8
지배순이익	114.0	45.7	(68.0)	(65.2)	(60.9)	47.3	137.2	(26.6)	398.7	26.5	96.9
영업이익률(%)	4.2	4.2	0.7	(3.1)	(0.3)	2.9	2.7	3.5	4.9	1.6	2.3
세전이익률(%)	3.1	2.4	(1.3)	(3.5)	(0.3)	2.5	2.8	(2.7)	2.7	0.3	0.6
순이익률(%)	2.2	0.8	(1.3)	(1.4)	(1.3)	0.8	2.7	(0.5)	1.9	0.1	0.5

주: IFRS-연결 기준, 제품판매량 및 판매단가는 별도기준

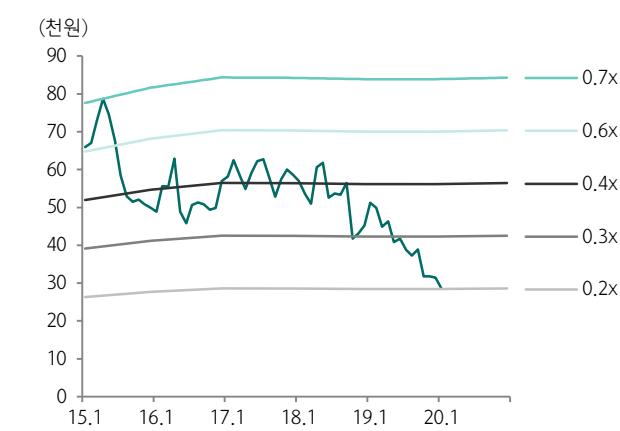
자료: 하나금융투자

그림 1. 현대제철 PER밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 현대제철 PBR밴드



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	19,166.0	20,780.4	20,512.5	20,486.6	21,112.2
매출원가	16,733.5	18,708.3	19,115.1	18,949.0	19,446.8
매출총이익	2,432.5	2,072.1	1,397.4	1,537.6	1,665.4
판관비	1,064.9	1,046.0	1,066.2	1,073.6	1,075.0
영업이익	1,367.6	1,026.1	331.2	463.9	590.3
금융순익	(212.7)	(301.7)	(233.3)	(262.4)	(262.7)
종속/관계기업순익	9.5	17.8	21.9	22.1	24.4
기타영업외순익	(83.1)	(172.3)	(65.1)	(92.9)	(110.2)
세전이익	1,081.3	569.8	54.8	130.8	241.8
법인세	353.7	161.9	27.6	31.6	54.0
계속사업이익	727.5	408.0	27.2	99.2	187.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	727.5	408.0	27.2	99.2	187.8
비자매주주지분 순이익	11.4	9.3	0.6	2.3	4.3
지배주주순이익	716.1	398.7	26.5	96.9	183.5
지배주주지분포괄이익	637.6	79.6	24.7	90.1	170.6
NOPAT	920.2	734.6	164.3	351.8	458.6
EBITDA	2,871.8	2,616.8	1,911.7	2,018.7	2,088.5
성장성(%)					
매출액증가율	14.8	8.4	(1.3)	(0.1)	3.1
NOPAT증가율	(13.8)	(20.2)	(77.6)	114.1	30.4
EBITDA증가율	1.4	(8.9)	(26.9)	5.6	3.5
영업이익증가율	(5.4)	(25.0)	(67.7)	40.1	27.2
(지배주주)순이익증가율	(15.8)	(44.3)	(93.4)	265.7	89.4
EPS증가율	(15.8)	(44.3)	(93.3)	264.8	89.4
수익성(%)					
매출총이익률	12.7	10.0	6.8	7.5	7.9
EBITDA이익률	15.0	12.6	9.3	9.9	9.9
영업이익률	7.1	4.9	1.6	2.3	2.8
계속사업이익률	3.8	2.0	0.1	0.5	0.9

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	5,366	2,988	199	726	1,375
BPS	126,228	126,082	125,543	125,532	126,169
CFPS	22,614	22,102	14,996	15,677	16,014
EBITDAPS	21,520	19,609	14,326	15,128	15,651
SPS	143,624	155,722	153,714	153,520	158,208
DPS	750	750	750	750	750
주가지표(배)					
PER	10.9	15.1	158.1	39.2	20.7
PBR	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
PCFR	2.6	2.0	2.1	1.8	1.8
EV/EBITDA	6.6	6.4	7.8	7.0	6.5
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	4.4	2.4	0.2	0.6	1.1
ROA	2.2	1.2	0.1	0.3	0.6
ROIC	3.5	2.8	0.6	1.3	1.8
부채비율	95.9	95.6	94.9	94.5	92.1
순부채비율	63.0	60.6	60.9	59.4	55.8
이자보상배율(배)	4.4	3.1	1.0	1.5	1.9

자료: 하나금융투자

대차대조표

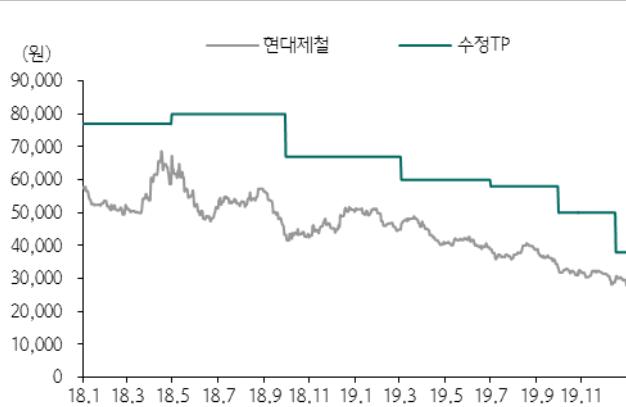
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	7,863.5	8,769.0	8,249.3	8,431.7	8,733.7
금융자산	938.8	1,053.3	943.6	1,117.5	1,207.5
현금성자산	770.7	762.1	656.2	830.4	911.6
매출채권 등	2,717.1	2,677.3	2,737.5	2,751.8	2,824.5
재고자산	4,098.2	4,919.5	4,450.7	4,445.1	4,580.8
기타유동자산	109.4	118.9	117.5	117.3	120.9
비유동자산	25,510.3	24,535.9	24,787.4	24,530.1	23,991.7
투자자산	1,987.2	1,628.1	1,960.0	1,957.5	2,017.3
금융자산	1,870.3	313.0	1,835.2	1,832.9	1,888.9
유형자산	21,339.3	20,784.6	20,792.5	20,616.3	20,088.1
무형자산	1,748.1	1,653.4	1,565.1	1,486.4	1,416.5
기타비유동자산	435.7	469.8	469.8	469.9	469.8
자산총계	33,373.8	33,304.9	33,036.7	32,961.8	32,725.4
유동부채	6,707.2	6,702.5	5,372.7	5,668.3	5,974.1
금융부채	3,076.8	3,056.6	1,790.8	2,090.8	2,291.0
매입채무 등	3,390.9	3,428.5	3,365.8	3,361.5	3,464.1
기타유동부채	239.5	217.4	216.1	216.0	219.0
비유동부채	9,631.1	9,579.3	10,713.0	10,342.8	9,712.0
금융부채	8,597.7	8,317.7	9,467.7	9,099.1	8,430.4
기타비유동부채	1,033.4	1,261.6	1,245.3	1,243.7	1,281.6
부채총계	16,338.3	16,281.8	16,085.7	16,011.1	15,686.2
지배주주지분	16,715.5	16,696.0	16,624.1	16,622.5	16,707.6
자본금	667.2	667.2	667.2	667.2	667.2
자본잉여금	3,914.5	3,914.5	3,914.5	3,914.5	3,914.5
자본조정	(129.1)	(129.1)	(129.1)	(129.1)	(129.1)
기타포괄이익누계액	985.2	682.8	682.8	682.8	682.8
이익잉여금	11,277.7	11,560.6	11,488.7	11,487.2	11,572.2
비자매주주지분	320.0	327.1	326.8	328.2	331.6
자본총계	17,035.5	17,023.1	16,950.9	16,950.7	17,039.2
순금융부채	10,735.7	10,321.0	10,314.9	10,072.4	9,513.8

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,719.8	1,575.3	2,032.0	1,777.6	1,755.7
당기순이익	727.5	408.0	27.2	99.2	187.8
조정	1,769.3	1,984.7	1,675.1	1,692.9	1,636.3
감가상각비	1,504.3	1,590.7	1,580.5	1,554.8	1,498.2
외환거래손익	(25.0)	21.0	96.7	138.6	138.6
지분법손익	(9.5)	(17.8)	(2.4)	(0.6)	(0.7)
기타	299.5	390.8	0.3	0.1	0.2
영업활동 변동	(777.0)	(817.4)	329.7	(14.5)	(68.4)
투자활동 현금흐름	(1,234.2)	(1,164.8)	(1,923.7)	(1,436.2)	(1,107.5)
투자자산감소(증가)	(89.9)	386.6	(330.5)	2.2	(59.9)
유형자산감소(증가)	(1,195.0)	(1,153.7)	(1,500.0)	(1,300.0)	(900.0)
기타	50.7	(397.7)	(93.2)	(138.4)	(147.6)
재무활동 현금흐름	(450.3)	(418.5)	(214.2)	(167.1)	(567.0)
금융부채증가(감소)	(455.8)	(300.2)	(115.7)	(68.7)	(468.5)
자본증가(감소)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	104.8	(18.9)	0.0	0.1	0.0
배당지급	(99.4)	(99.4)	(98.5)	(98.5)	(98.5)
현금의 증감	33.4	(8.5)	(105.9)	174.2	81.2
Unlevered CFO	3,017.7	2,949.4	2,001.2	2,092.0	2,137.0
Free Cash Flow	518.7	377.3	532.0	477.6	855.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

현대제철



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.1.15	BUY	38,000		
19.10.30	BUY	50,000	-37.05%	-34.10%
19.7.31	BUY	58,000	-35.50%	-29.74%
19.4.2	BUY	60,000	-28.37%	-18.42%
18.10.29	BUY	67,000	-30.18%	-22.84%
18.5.29	BUY	80,000	-33.44%	-19.00%
18.3.28	BUY	77,000	-26.57%	-10.78%
17.6.28	BUY	73,000	-21.81%	-11.51%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

- BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

- Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 1월 29일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 1월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2020년 1월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 염려진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.